

«Übernahme ohne Angebotspflicht?»

Fall zum Börsenrecht

Sonja Pflaum*

Im Frühjahrssemester 2010 wurde an der Universität Zürich die Lehrveranstaltung «Vorbereitungskurs Liz II im Handels- und Wirtschaftsrecht» durchgeführt, welche insgesamt acht verschiedene Fälle aus dem Bereich Handels- und Wirtschaftsrecht (u.a. zum Fusionsgesetz, Börsenrecht, Handelsregisterrecht, Aktienrecht, Kartellrecht und UWG) beinhaltete.

Im Rahmen dieser Lehrveranstaltung wurde der vorliegende Fall von lic. iur. Sonja Pflaum doziert. Die Studierenden hatten die Möglichkeit, eine von ihnen ausgearbeitete Lösung (im Umfang von circa zwei Seiten) zu den zum Sachverhalt gestellten Fragen zwecks Korrektur per E-Mail einzureichen. Der Fall behandelt Fragen zum Börsenrecht, insbesondere zu den öffentlichen Kaufangeboten nach Art. 22 ff. BEHG. Der Übersicht halber wurden der Sachverhalt und die dazu gestellten Fragen für diese Publikation gegenüber der in der Lehrveranstaltung verwendeten Version leicht modifiziert.

Sachverhalt

Das Aktienkapital der Sec Holding AG (nachfolgend Sec) mit Sitz in Zug ist in Namen- und Inhaberaktien aufgeteilt. Niklaus Karlsberg ist seit der Gründung der Sec im Jahre 1988 Eigentümer sämtlicher Namenaktien der Sec, die zusammen 25,7% des Kapitals und 63,3% der Stimmrechte der Sec ausmachen. Die Inhaberaktien der Sec sind an der SIX Swiss Exchange kotiert. Die ebenfalls an der SIX kotierte Xisa Holding AG (nachfolgend Xisa) mit Sitz in Zürich ist Aktionärin der Sec mit einem Kapitalanteil von 26,9% und einem Stimmrechtsanteil von 13,3%. Die restlichen Inhaberaktien (insgesamt 47,4% Kapitalanteil und 23,4% Stimmrechtsanteil) befinden sich im Streubesitz von Minderheitsaktionären.

Niklaus Karlsberg räumte der Xisa am 3. März 2011 eine Option (ausübbar bis am 31. August 2012) über sämtliche Namenaktien ein, welche Niklaus Karlsberg an der Sec hält. Die Sec beabsichtigt ihre Option vor dem 30. April 2012 auszuüben. Im Hin-

blick auf die Ausübung der Option plant die Xisa in den Statuten der Sec ein Opting-out einzuführen und daher der Generalversammlung der Sec folgende Statutenänderung vorzulegen:

«Sofern die Xisa vor dem 1. September 2012 den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte der Sec überschreitet, ist sie von der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots gemäss BEHG befreit.»

Gleichzeitig soll der Generalversammlung der Sec die Einführung einer Einheitsnamenaktie (mit geringerem Nennwert als demjenigen der derzeitigen

* Lic. iur. Sonja Pflaum, gefördert durch den SNF, MHV-Beitragsempfängerin (B.-Nr. PMCDP1_129115), ist wissenschaftliche Assistentin am Lehrstuhl von Prof. Dr. iur. Wolfgang Wohlers an der Universität Zürich und promoviert im Wirtschaftsstrafrecht zum Thema «Kursmanipulation – Art. 161^{bis} StGB». Für Anregungen und Kritik danke ich herzlich Florian H. Went, LL.M., Doktorand und wissenschaftlicher Assistent an der Universität Zürich.

Inhaberaktien) vorgeschlagen werden, wobei die Absicht besteht, beide Vorlagen in einer Abstimmung zu verbinden. Die geltenden Statuten sehen vor, dass auf jede Aktie eine Stimme entfällt. Der Nennwert der (voll liberierten) Namenaktien beträgt $\frac{1}{5}$ des Nennwerts der Inhaberaktien. Geplant ist sodann, dass die Minderheitsaktionäre der Sec zusätzlich in einer gesonderten Versammlung über die Vorlagen abstimmen sollen.

Durch diese Kombination – Einführung einer Opting-out-Klausel verbunden mit Einführung einer Einheitsnamenaktie sowie gesonderte Abstimmung für die Minderheitsaktionäre – soll sichergestellt werden, dass die Minderheitsaktionäre der Sec nicht benachteiligt werden.

Mit Gesuch vom 30. April 2011 gelangte die Xisa an die Übernahmekommission (UEK). Dabei beantragte die Xisa die Vorabklärung der Frage, ob die geplante Opting-out-Klausel in Übereinstimmung mit dem Börsenrecht steht und zudem – antizipierend auf die Zulässigkeit der Klausel und deren Aufnahme in den Statuten – die Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht seitens der Xisa.

Fragen

- I. Was ist unter einem öffentlichen Kaufangebot zu verstehen, worin besteht dessen Zweck und wo finden sich die einschlägigen rechtlichen Grundlagen?
- II. In welchen Fällen finden die börsengesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich Unterbreitung eines Pflichtangebots ausnahmsweise keine Anwendung?
- III. Wie wird die UEK in Bezug auf das von der Xisa eingereichte Gesuch entscheiden?
- IV. Was kann die Xisa unternehmen, falls sie mit dem Entscheid der UEK nicht einverstanden ist (ganzer Instanzenzug)?

A. Frage I: Was ist unter einem öffentlichen Kaufangebot zu verstehen, worin besteht dessen Zweck und wo finden sich die einschlägigen rechtlichen Grundlagen?

I. Öffentliches Kaufangebot¹

Öffentliche Kaufangebote sind gemäss der Legaldefinition von Art. 2 lit. e BEHG² «Angebote zum Kauf oder zum Tausch von Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder von anderen Beteiligungspapieren (Beteiligungspapiere), die sich öffentlich an Inhaber von Aktien oder anderer Beteiligungspapiere von den schweizerischen Gesellschaften richten, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind». Kurz gesagt geht es also um Angebote zum Kauf oder Tausch von Beteiligungspapieren einer Gesellschaft (sog. Zielgesellschaft)³ an deren Inhaber. Als öffentlich gilt ein Angebot dann, wenn die Grösse des Adressatenkreises der Angebotsempfänger individuelle Verhandlungen zwischen Anbieter und Angebotsempfänger ausschliesst.⁴

Es werden zwei Arten von öffentlichen Angeboten unterschieden: Pflichtangebote und freiwillige Angebote.⁵

1. Pflichtangebote

Bei einem Pflichtangebot besteht gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG die Verpflichtung, für alle kotierten Beteiligungspapiere einer Gesellschaft ein öffentli-

¹ A.I wurde bereits in SONJA PFLAUM, basics, «Unterbreitung öffentlicher Kaufangebote – Verfahrensablauf», ius.full 2011, 18 ff. publiziert. Da die diesbezüglichen Ausführungen für das Verständnis dieser Falllösung ebenfalls relevant sind, wurde aus Gründen der Leserfreundlichkeit auf eine blosse Verweisung verzichtet. Die entsprechenden Passagen wurden in diese Publikation integriert.

² Bundesgesetz vom 24.3.1995 über die Börsen und den Effektenhandel, SR 954.1 (nachfolgend zit.: BEHG).

³ Gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHG wird eine schweizerische Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind und für deren Beteiligungspapiere ein öffentliches Kaufangebot gestellt wird, als Zielgesellschaft bezeichnet.

⁴ PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010, § 10 N 458; URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 215 f.; DERS., Öffentliche Übernahmeangebote – rechtliche und steuerrechtliche Aspekte, Zürich 2005, 49; RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich 2010, N 22; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 382.

ches Kaufangebot zu unterbreiten. Diese Pflicht gilt für denjenigen, welcher direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere einer schweizerischen Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind, erwirbt und zusammen mit den Papieren, die er bereits hält, mehr als $\frac{1}{3}$ der Stimmrechte dieser Gesellschaft, ob ausübbar oder nicht, erlangt (Art. 32 Abs. 1 i.V.m. Art. 22 Abs. 1 BEHG).⁶

Eine Gesellschaft hat die Möglichkeit in ihren Statuten einen höheren Grenzwert als $33\frac{1}{3}\%$ festzulegen. Gemäss Art. 32 Abs. 1 S. 2 BEHG darf dieser auf maximal 49% erhöht werden (sog. Opting-up).⁷ Eine Angebotspflicht wird folglich dann ausgelöst, wenn der Grenzwert von $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte oder der in den Statuten vorgesehene höhere Grenzwert überschritten wird.⁸ Darüber hinaus kann eine Gesellschaft in ihren Statuten unter den Voraussetzungen von Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG durch die Einführung einer sog. Opting-out-Klausel⁹ die Angebotspflicht vollumfänglich wegbedingen.¹⁰

2. Freiwillige Angebote

Als freiwillige Angebote werden diejenigen Angebote bezeichnet, welche keine Pflichtangebote sind. Das freiwillige Angebot unterscheidet sich vom Pflichtangebot gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG dadurch, dass ersteres nicht den Einschränkungen unterworfen ist, welche für letzteres gelten.¹¹ Die freiwilligen Kaufangebote werden in reine freiwillige Angebote und gemischte freiwillige Angebote unterteilt.

Beim reinen freiwilligen Angebot sind Teilangebote¹² möglich, d.h., dass einem Anbieter, falls er Beteiligungspapiere einer Gesellschaft erwerben will, die Möglichkeit offensteht, lediglich für einen gewissen Teil der Beteiligungspapiere ein öffentliches Kaufangebot zu stellen, und er damit gerade nicht verpflichtet ist, aufgrund der Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots sämtliche Beteiligungspapiere der Gesellschaft zu übernehmen. Zudem ist der Anbieter bei reinen freiwilligen Angeboten in der Festsetzung der Höhe des Angebotspreises frei (Art. 9 Abs. 5 S. 1 UEV¹³).¹⁴ Darüber hinaus kann das freiwillige Angebot grundsätzlich an Bedingungen geknüpft sein. Dies im Gegensatz zum Pflichtangebot, bei welchem Bedingungen nur aus wichtigen Gründen zulässig sind.¹⁵ Des Weiteren kann ein frei-

williges Angebot als Barangebot oder als Umtauschangebot ausgestaltet sein. Der Anbieter muss bei einem Umtauschangebot keine Baralternative anbieten, beim Pflichtangebot ist er jedoch dazu verpflichtet (Art. 43 Abs. 2 BEHG-FINMA).¹⁶

Von einem gemischten freiwilligen Angebot spricht man dann, wenn der Anbieter ein freiwilliges Angebot unterbreitet, durch dessen Vollzug jedoch der Grenzwert zur Angebotspflicht überschritten wird.¹⁷ Für ein derartiges freiwilliges Angebot gelten bereits gewisse Bestimmungen zu den Pflichtangeboten, wie die Mindestpreisvorschriften und die Regeln betreffend das Angebotsobjekt; d.h. nur Vollangebote sind zulässig (Art. 9 Abs. 6 UEV).¹⁸ Die gemischten freiwilligen Angebote dürfen jedoch

⁵ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 41.

⁶ SCHENKER, Öffentliche Übernahmeangebote (Fn. 4), 150 f.; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 467.

⁷ SCHENKER, Öffentliche Übernahmeangebote (Fn. 4), 151; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 467; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 68.

⁸ SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 251; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 43, 87.

⁹ Vgl. hierzu Ausführungen unter B.I.

¹⁰ SCHENKER, Öffentliche Übernahmeangebote (Fn. 4), 151; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 219, 250; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 68.

¹¹ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 55.

¹² Falls nicht alle andienenden Angebotsempfänger bedient werden können, ist der Anbieter verpflichtet, die Annahmeerklärungen anteilmässig zu berücksichtigen (Art. 9 Abs. 5 S. 3 UEV), vgl. SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 250; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 106.

¹³ Verordnung der Übernahmekommission vom 21.8.2008 über öffentliche Kaufangebote, SR 954.195.1 (nachfolgend zit.: UEV).

¹⁴ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 106.

¹⁵ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 102 und 469.

¹⁶ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 103, 106.

¹⁷ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 107.

¹⁸ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 108.

¹⁹ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 108.

²⁰ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 110.

²¹ AmtlBull NR vom 15.6.1994, 1052; vgl. auch RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Vor Art. 22–30 BEHG N 4 f., in: ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT (Hrsg.), Basler Kommentar, Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl., Basel 2011 (nachfolgend zit.: BSK BEHG-BEARBEITER); ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 379.

²² ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 379; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 22–30 BEHG N 4.

Bedingungen enthalten und als reine Tauschofferten und damit ohne Baralternative ausgestattet sein.¹⁹

Unter den freiwilligen Angeboten machen die gemischten freiwilligen Angebote in der Praxis die Mehrheit aus. Reine freiwillige Angebote sind lediglich in drei Konstellationen vorstellbar: Erstens, wenn der Anbieter mit seinem Teilangebot den Grenzwert nicht überschreitet, welcher ein Pflichtangebot auslösen würde, zweitens, wenn der Anbieter über eine Beteiligung verfügt, welche über dem Grenzwert liegt, und drittens, wenn die Statuten der Zielgesellschaft eine Opting-out-Klausel enthalten.²⁰

²³ NOBEL (Fn. 4), § 10 N 460; SCHENKER (Fn. 4), 46 ff.; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 22–30 BEHG N 4, vgl. Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24.2.1993, BBl 1993 I 1369, 1389.

²⁴ Der Preis des Angebots muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat, Art. 32 Abs. 4 BEHG.

²⁵ ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 379.

²⁶ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 22–30 BEHG N 4; ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 379.

²⁷ Vgl. Fn. 2.

²⁸ Verordnung der Übernahmekommission vom 21.8.2008 über öffentliche Kaufangebote, SR 954.195.1 (nachfolgend zit.: UEV).

²⁹ Verordnung vom 2.12.1996 über die Börsen und den Effektenhandel, SR 954.11 (nachfolgend zit.: BEHV).

³⁰ Verordnung vom 25.10.2008 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel, SR 954.193 (nachfolgend zit.: BEHV-FINMA).

³¹ Reglement der Übernahmekommission vom 21.8.2008, SR 954.195.2 (nachfolgend zit.: R-UEK).

³² Die UEK ist eine von der Verwaltung unabhängige Bundesbehörde, welche gemäss Art. 23 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 UEV die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Einzelfall überprüft, vgl. SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 220; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 219 f.

³³ Publiziert auf der Homepage der UEK (www.takeover.ch).

³⁴ Nach altem Instanzenzug, d.h. vor dem 1.1.2009, konnte eine in Übernahmesachen ergangene Verfügung der EBK beim Bundesgericht mittels Verwaltungsgerichtsbeschwerde angefochten werden (vgl. alt-Art. 39 BEHG). Es sind insgesamt sechs Bundesgerichtsentscheide in Übernahmesachen ergangen, vgl. hierzu BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33d BEHG N 6; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 271 Fn. 696.

³⁵ Alle ebenfalls publiziert auf der Homepage der UEK (www.takeover.ch).

II. Zweck

Gemäss Materialien soll die börsengesetzliche Regulierung des Übernahmemarktes öffentliche Kaufangebote weder fördern noch verhindern oder erschweren, sondern vielmehr marktneutral wirken.²¹ Durch die dem Anbieter auferlegten Verhaltenspflichten sollen Lauterkeit und Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie die Gleichbehandlung der Anleger sichergestellt werden (vgl. Art. 1 i.V.m. Art. 28 lit. c BEHG und Art. 1 UEV).²² Darüber hinaus bezweckt die Regulierung im Bereich betreffend öffentliche Kaufangebote den Schutz der Minderheitsaktionäre,²³ indem ihnen eine Ausstiegsmöglichkeit zu festgelegten Bedingungen zur Verfügung steht. In diesem Zusammenhang spielen die Bestimmungen hinsichtlich des Übernahmepreises eine zentrale Rolle.²⁴ Dem Inhaber eines Beteiligungspapiers soll es aufgrund eines unverfälschten Entscheidungsvorgangs möglich sein, sich ohne Zeitdruck für oder gegen die Annahme eines öffentlichen Kaufangebots auszusprechen.²⁵ Zudem soll durch die Regulierung in diesem Bereich die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte gewährleistet werden (vgl. Art. 1 BEHG).²⁶

III. Rechtliche Grundlagen

Die rechtlichen Grundlagen zu den öffentlichen Kaufangeboten finden sich auf Gesetzesstufe im Börsengesetz²⁷ (Art. 2 lit. e, 22–33d und 52–54 BEHG). Auf Verordnungsstufe ist die Übernahmeverordnung der UEK²⁸ (Art. 1–70 UEV) von zentraler Bedeutung. Zu nennen sind ausserdem die Börsenverordnung²⁹ (Art. 54 f. BEHV) sowie die Börsenverordnung der FINMA³⁰ (Art. 7, 19, 28–46 BEHV-FINMA). Des Weiteren ist auf Reglementsstufe das Reglement der Übernahmekommission³¹ (Art. 1–18 R-UEK) anzuführen, welches die Organisation der UEK³² regelt.

Darüber hinaus sind die Empfehlungen und Verfügungen sowie Mitteilungen und Rundschreiben der UEK,³³ welche die Praxis der UEK aufzeigen, zu erwähnen. Schliesslich ist auf die Verfügungen der damaligen EBK und der heutigen FINMA sowie die diesbezüglichen Entscheide des Bundesverwaltungsgerichts und des Bundesgerichts³⁴ zu verweisen.³⁵

B. Frage II: In welchen Fällen finden die börsengesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich Unterbreitung eines Pflichtangebots ausnahmsweise keine Anwendung?

Die börsengesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich Unterbreitung eines Pflichtangebots finden nicht ausnahmslos Anwendung. Einerseits besteht für Gesellschaften die Möglichkeit, durch die Einführung einer Opting-out-Klausel die Angebotspflicht wegzubedingen (siehe B. I.), andererseits sieht das BEHG sowohl zwingende gesetzliche (siehe B. II.) wie auch allgemeine Ausnahmen (siehe B. III.) von der Angebotspflicht vor. Darüber hinaus hat die UEK die Kompetenz, im Einzelfall eine Ausnahme von der Angebotspflicht zu gewähren (siehe B.IV.).

I. Opting-out-Klausel (Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG)

Gemäss Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG können Gesellschaften in ihren Statuten die Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 1 BEHG vollumfänglich wegzubedingen (sog. Opting-out-Klausel),³⁶ was zur Folge hat, dass ein Übernehmer, unabhängig von der Anzahl der ihm zur Verfügung stehenden Stimmrechte, nicht mehr zu einem öffentlichen Kaufangebot verpflichtet ist. Die Aufnahme einer entsprechenden Bestimmung in die Statuten einer Gesellschaft hat gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG vor der Kotierung der Beteiligungspapiere zu erfolgen. Gemäss Art. 22 Abs. 3 BEHG hat eine Gesellschaft jedoch auch nach bereits erfolgter Kotierung die Möglichkeit, eine entsprechende Klausel in ihre Statuten aufzunehmen, sofern dies nicht eine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirkt. Beispiele solcher Benachteiligung sind der Entzug oder die Beschränkung von Aktionärsrechten sowie eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre (vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR).³⁷

Durch das den Gesellschaften zur Verfügung stehende Instrument der Einführung einer Opting-out-Klausel erhalten diese die Wahlfreiheit, nach ihrem eigenen Belieben auf die mit der Angebotspflicht verbundenen Vor- und Nachteile individuell reagieren zu können.³⁸

II. Zwingende gesetzliche Ausnahmen (Art. 32 Abs. 3 BEHG)

Neben der fakultativen Möglichkeit der Befreiung von einer Angebotspflicht durch die statutarische Einführung einer Opting-out-Klausel enthält das BEHG in Art. 32 Abs. 3 BEHG eine abschliessende Aufzählung von Fällen, in welchen die Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 1 BEHG per se nicht zum Tragen kommt (sog. zwingende gesetzliche Ausnahmen). Es handelt sich hierbei um Rechtsgeschäfte, welche typischerweise im familiären Kontext vorkommen (Schenkung, Erbgang, Erbteilung und eheliches Güterrecht) sowie um die Zwangsvollstreckung.³⁹ Diesen Fallkonstellationen ist gemeinsam, dass sie aus anderen Beweggründen als gewöhnliche Übernahmetransaktionen erfolgen und im Falle des Erbgangs und der Zwangsvollstreckung zudem von Gesetzes wegen ausgelöst werden. Die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots wäre in diesen Fällen stossend.⁴⁰

III. Allgemeine Ausnahmen (Art. 38 Abs. 1 BEHV-FINMA)

In Art. 38 Abs. 1 BEHV-FINMA schuf die FINMA gestützt auf Art. 32 Abs. 6 BEHG zwei allgemeine Ausnahmetatbestände, aufgrund welcher die Angebotspflicht generell entfällt. Im Gegensatz zu den zwingenden gesetzlichen Ausnahmen gemäss Art. 32 Abs. 3 BEHG (vgl. Art. 38 Abs. 3 BEHV-FINMA) ist die Beanspruchung einer Ausnahme nach Art. 38 Abs. 1 BEHV-FINMA meldepflichtig und gilt sie gemäss Art. 38 Abs. 2 BEHV-FINMA als erteilt, wenn die UEK nicht innert fünf Tagen mittels Eröffnung eines Verwaltungsverfahrens reagiert.⁴¹

³⁶ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 58; NOBEL (Fn. 4), § 10 N 463.

³⁷ BSK BEHG-TSCHANI/IFFLAND/DIEM, Art. 22 BEHG N 23; BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 59; NOBEL (Fn. 4), § 10 N 468.

³⁸ ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 330 und 412.

³⁹ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 67; ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 430.

⁴⁰ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 67.

⁴¹ Vgl. nur ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 431.

Einerseits entfällt gemäss Art. 38 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA die Angebotspflicht bei Vorliegen einer spezifischen Form der Sanierung: Erfolgt der Erwerb zu Sanierungszwecken und ergibt sich die Überschreitung des Grenzwertes aus einem Generalversammlungsbeschluss, welcher das Aktienkapital zur Verrechnung eines Verlustes herabsetzt, um es anschliessend umgehend wieder zu erhöhen (sog. Harmonika), so ist der Erwerber von der Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots befreit.⁴² Die Angebotspflicht entfällt diesfalls um eine derartige Sanierungsmassnahme nicht zusätzlich zu erschweren.⁴³

Andererseits findet die in Art. 32 Abs. 1 BEHG vorgesehene Angebotspflicht gemäss Art. 38 Abs. 1 lit. b BEHV-FINMA keine Anwendung bei einer Festübernahme durch Banken oder Effektenhändler im Rahmen einer Emission – allerdings nur, falls die den Grenzwert übersteigende Anzahl von Beteiligungspapieren innerhalb von drei Monaten ab Überschreitung des Grenzwertes wieder veräussert wird.⁴⁴ Da die Veränderung der Kontrollverhältnisse in derartigen Konstellationen lediglich von kurzer Dauer ist, besteht kein Anlass für die Geltung der börsengesetzlichen Bestimmungen betreffend die öffentlichen Kaufangebote.⁴⁵

IV. Besondere Ausnahmen (Art. 32 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 39 BEHV-FINMA)

Darüber hinaus weist Art. 32 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 39 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA der UEK die Kompetenz zu, sowohl für Einzelpersonen als auch für Gruppen besondere Ausnahmen von der Angebotspflicht zu gewähren.⁴⁶ Im Gegensatz zu den all-

gemeinen Ausnahmen gemäss Art. 38 Abs. 1 BEHV-FINMA erfolgt bei diesen besonderen Ausnahmen eine Befreiung von der Angebotspflicht nicht generell, sondern nur für den konkreten Einzelfall.⁴⁷ Es wird hierbei zwischen den in Art. 32 Abs. 2 lit. a–e BEHG und Art. 39 Abs. 2 lit. a–c BEHV-FINMA namentlich erwähnten Fällen, in welchen die Berechtigung zur Ausnahme von der Angebotspflicht vermutet wird, und den besonderen Ausnahmen in weiteren berechtigten Fällen gemäss Art. 32 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 39 Abs. 1 BEHV-FINMA unterschieden.⁴⁸ Die vermutungsweise gegebenen Ausnahmen nach Art. 32 Abs. 2 lit. a–e BEHG und Art. 39 Abs. 2 lit. a–c BEHV-FINMA betreffen vor allem Fälle von technischen oder vorübergehenden Überschreitungen,⁴⁹ wie beispielsweise die Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer vertraglich oder auf andere Weise organisierten Gruppe (Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHG), die Überschreitung aufgrund einer Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte der Gesellschaft (Art. 32 Abs. 2 lit. b BEHG) oder die lediglich vorübergehende Überschreitung des Grenzwertes (Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG).

Der Betroffene muss laut Art. 61 ff. UEV der UEK ein Gesuch um Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht einreichen.⁵⁰ Die UEK bewilligt die Befreiung von der Angebotspflicht für den konkreten Einzelfall und kann die Befreiung gemäss Art. 39 Abs. 3 BEHV-FINMA mit Auflagen verbinden.

C. Frage III: Wie wird die UEK in Bezug auf das von der Xisa eingereichte Gesuch entscheiden?

I. Vorbemerkungen

Gemäss Sachverhalt räumte Niklaus Karlsberg der Xisa eine Option über sämtliche Namenaktien ein, welche Niklaus Karlsberg an der Sec hält.

Durch den Erwerb einer Option erhält der Optionskäufer (i.c. die Xisa) das Recht – nicht aber die Pflicht –, eine bestimmte Menge Aktien an oder bis zu einem vereinbarten Datum (i.c. bis 31. August 2012) zu einem vereinbarten Preis zu kaufen (Kaufoption, Call Option auf Aktien). Eine Option stellt

⁴² BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 74; ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 433.

⁴³ ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 433.

⁴⁴ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 75; ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 434.

⁴⁵ ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 434.

⁴⁶ ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 435.

⁴⁷ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 77; ZOBL/KRAMER (Fn. 4), N 435.

⁴⁸ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 77.

⁴⁹ NOBEL (Fn. 4), § 10 N 474.

⁵⁰ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 77.

ein Kaufrecht dar und ist aus rechtlicher Sicht ein Kaufvertrag mit potestativer Suspensivbedingung. Es liegt im Willen der Optionserwerberin, ob sie die Option ausüben will oder nicht. Dem Optionsverkäufer, steht für den Verkauf des Optionsrechts eine Optionsprämie zu.

Die Xisa (Optionskäuferin) plant, im Hinblick auf die Ausübung der Option ein Opting-out in den Statuten der Sec einzuführen.

II. Anwendbarkeit der Bestimmungen

Für die Beantwortung der Frage nach der Zulässigkeit der geplanten Statutenbestimmung muss vorab die Frage beantwortet werden, ob die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote des BEHG auf den vorliegenden Fall überhaupt Anwendung finden.

Gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHG gelten die Bestimmungen für öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind (Zielgesellschaften). Eine Gesellschaft ist nach der Inkorporationstheorie dann eine schweizerische, wenn sie ihren Sitz in der Schweiz hat.⁵¹ Die Sec hat Sitz in Zug und erfüllt diese Voraussetzung somit. Zudem sind ihre Inhaberk Aktien an der SIX Swiss Exchange kotiert, womit auch die Voraussetzung erfüllt ist, dass ihre Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind. Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote des BEHG sind damit grundsätzlich auf den vorliegenden Fall anwendbar.

III. Verpflichtung zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots

Weiter ist die Frage zu beantworten, ob die Xisa durch die Ausführung der von ihr beabsichtigten Transaktion überhaupt verpflichtet würde, ein öffentliches Kaufangebot⁵² zu stellen.

Laut Art. 32 Abs. 1 BEHG muss derjenige, der Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreiten. Gemäss Angaben im Sachverhalt ist Niklaus Karlsberg Eigentümer sämtlicher Namenaktien der Sec, die zusammen 25,7% des Kapitals und

63,3% der Stimmrechte der Sec ausmachen.⁵³ Die Xisa hält an der Sec einen Kapitalanteil von 26,9% und einen Stimmrechtsanteil von 13,3%. Nach Ausführung der geplanten Transaktion hielte die Xisa 76,6% der Stimmrechte, womit sie den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte überschreiten würde.

Weiter setzt Art. 32 Abs. 1 BEHG voraus, dass direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erworben werden. Als Erwerb im Sinne des Gesetzes gilt nur das Verfügungsgeschäft, nicht aber das Verpflichtungsgeschäft.⁵⁴ Ein direkter Erwerb liegt vor, wenn der Erwerber selbst ein dingliches Recht an den betroffenen Beteiligungspapieren erwirbt, d.h. wenn der Erwerber vornehmlich Eigentümer oder Nutzniesser der Titel wird.⁵⁵ Die Voraussetzung des Erwerbens nach Art. 32 Abs. 1 BEHG ist nicht nur dann erfüllt, wenn ein Erwerber allein auftritt (direkter Erwerb), sondern auch dann, wenn verschiedene Erwerber als gemeinsam handelnde Gruppe⁵⁶

⁵¹ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 2; nur ausnahmsweise wird auch auf den Ort der tatsächlichen Verwaltung abgestellt (faktischer Sitz).

⁵² Vgl. zur Definition des öffentlichen Kaufangebots Ausführungen unter A.I.

⁵³ Gemäss Sachverhalt hält Niklaus Karlsberg einen Stimmrechtsanteil von 63,3% an der Sec seit deren Gründung im Jahr 1988 und damit vor Inkrafttreten von Art. 32 und Art. 52 BEHG am 1.1.1998. Deshalb untersteht Niklaus Karlsberg der Angebotspflicht nicht. Eine solche würde für ihn erst dann entstehen, wenn er nach dem 1.1.1998 seinen Stimmrechtsanteil unter 50% reduziert hätte, um ihn anschliessend wieder auf über 50% zu erhöhen (vgl. Art. 35 BEHV-FINMA); vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 42.

⁵⁴ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 23; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 471; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 46; vgl. UEK, Empfehlung II Saurer AG vom 31.10.2006, E. 3.1.3.

⁵⁵ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 46; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 472.

⁵⁶ Eine gemeinsam handelnde Gruppe liegt dann vor, wenn die Erwerber die mit dem Beteiligungserwerb gewonnenen Stimmrechte nicht mehr unabhängig nach eigenen Interessen ausüben, sondern bewusst im Interesse der Gruppe und damit ein koordiniertes Stimmverhalten gegeben ist und diese aufeinander abgestimmte Verhaltensweisen im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft getroffen werden (vgl. Art. 31 i.V.m. Art. 10 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA); TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 53; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 478 f.

erwerben (Erwerb in gemeinsamer Absprache) und zusammen den Grenzwert überschreiten, sofern die von dieser gehaltene Beteiligung funktional bzw. aus dem Blickwinkel der Kontrolle einer in einer einzigen Hand gehaltenen Beteiligung entspricht.⁵⁷

Da die Xisa gemäss Sachverhalt allein auftritt, fällt die Tatbestandsvariante des Erwerbs in gemeinsamer Absprache von vornherein ausser Betracht. Doch auch ein direkter Erwerb ist vorliegend nicht gegeben, weil die Xisa in einem ersten Schritt keine Aktien der Sec erwirbt, sondern eine Option und damit lediglich das Recht, Aktien der Sec zu erwerben.

1. Erwerb der Option

Fraglich ist, ob der Erwerb der Option als indirekter Erwerb nach Art. 32 Abs. 1 BEHG qualifiziert werden kann. Unter einem indirekten Erwerb sind alle Erwerbsgeschäfte zu verstehen, welche im Ergebnis zwar nicht das Eigentum, aber dieselbe Kontrolle über die Ausübung der erworbenen Stimmrechte verschaffen wie der direkte Eigentumserwerb, also die wirtschaftliche Verfügungsmacht verleihen (vgl. Art. 30 i.V.m. Art. 9 Abs. 3 lit. a–d BEHV-FINMA).⁵⁸ Ausschlaggebend dafür, ob ein indirekter Erwerb bejaht werden kann, ist der Bestand der tatsächlichen Macht zur Ausübung der Stimmrechte im eigenen Interesse.⁵⁹

Nach der erwähnten Grundregel, dass Verpflichtungsgeschäfte nicht als Erwerb gelten, fällt der Erwerb einer Option nicht in den Anwendungsbereich

des Art. 32 BEHG; mithin besteht die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots erst nach erfolgter Ausübung der Option.⁶⁰ Allerdings soll gemäss Praxis der UEK in spezifischen Konstellationen bereits der Optionserwerb die Angebotspflicht auslösen, nämlich dann, wenn der Erwerber der Option eine Optionsstrategie verfolgt, welche darauf abzielt, andere Anbieter von einem Angebot auszuschliessen – entweder aus teleologischen Gründen⁶¹ oder weil der Erwerb der Optionsbeteiligung als indirekter Erwerb⁶² zu qualifizieren ist.⁶³ Diese Ansicht ist jedoch abzulehnen, weil sie auf einer zu weiten Auslegung des klaren Gesetzeswortlautes (vgl. Art. 32 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 32 Abs. 2 BEHV-FINMA) beruht, welcher den Erwerb von Optionen gerade nicht erfasst.⁶⁴ In Übereinstimmung mit SCHENKER sollte der Zeitpunkt des Erwerbs der Option nur dann ausschlaggebend sein, wenn der Optionserwerber bereits mit dem Erwerb der Option die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die entsprechenden Stimmrechte erlangt, was aufgrund zusätzlicher Nebenabreden zwischen Optionserwerber und Optionsverkäufer bewerkstelligt werden kann.⁶⁵

I.c. liegt keine zusätzliche Nebenabrede zwischen der Xisa und Karlsberg vor, welche der Xisa bereits mit dem Optionserwerb die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die entsprechenden Stimmrechte einräumt. Damit untersteht die Xisa zum Zeitpunkt des Optionserwerbs noch nicht der Angebotspflicht gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG.

2. Ausübung der Option

Grundsätzlich wird die Xisa jedoch ab dem Zeitpunkt der Ausübung der Option aufgrund des Erwerbs der Beteiligungspapiere und der damit verbundenen Überschreitung des Grenzwertes von 33⅓% der Stimmrechte angebotspflichtig. In einem nächsten Schritt muss deshalb geprüft werden, ob i.c. nach allfälliger Ausübung der Option die grundsätzliche Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebots ausnahmsweise nicht besteht.

IV. Ausnahmen

Vorab ist zu erwähnen, dass i.c. weder eine zwingende gesetzliche Ausnahme (gemäss Art. 32 Abs. 3

⁵⁷ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 33.

⁵⁸ BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 25; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 50; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 473 f.

⁵⁹ SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 474.

⁶⁰ SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 475.

⁶¹ Vgl. UEK, Empfehlung II Saurer AG vom 31.10.2006, E. 3.2.3.3.

⁶² Vgl. UEK, Empfehlung II Saurer AG vom 31.10.2006, E. 3.2.4.4.

⁶³ SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 475; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 66.

⁶⁴ So auch SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 476.

⁶⁵ SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 476.

BEHG)⁶⁶ noch eine allgemeine Ausnahme (gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. d und lit. e und Art. 38 Abs. 1 lit. a und lit. b BEHV-FINMA)⁶⁷ gegeben ist.⁶⁸ Auch kann das Vorliegen einer sog. besonderen Ausnahme (gemäss Art. 32 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 39 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA) nicht bejaht werden, zumal die Xisa gemäss Sachverhalt um eine solche Ausnahme gar nicht ersucht. Vielmehr gelangt sie an die UEK mit dem Begehren um Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht (vgl. Art. 61 UEV).

Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass die Xisa dann nicht der Angebotspflicht unterstehen würde, wenn die Statuten der Sec entweder eine zulässige Opting-out-Klausel (gemäss Art. 22 Abs. 2 oder Abs. 3 BEHG)⁶⁹ enthalten würden oder aber eine Opting-up-Klausel (gemäss Art. 32 Abs. 1 S. 2 BEHG)⁷⁰, wobei im Falle einer Opting-up-Klausel die Xisa durch die Ausübung der Option den in den Statuten festgesetzten Grenzwert nicht überschreiten dürfte.

1. Opting-up

Die zur Diskussion stehende Klausel erhöht den massgeblichen Grenzwert für die Unterbreitung eines Pflichtangebots nicht prozentual, sondern bedingt eine solche Verpflichtung gänzlich weg, weshalb i.c. definitionsgemäss keine Opting-up-Klausel vorliegen kann. Zudem würde bei Einführung einer solchen Klausel im vorliegenden Fall die Xisa, welche nach erfolgter Ausübung der besagten Option ihren Stimmrechtsanteil von ursprünglichen 13,3% auf 76,6% erhöhen würde, aufgrund der Überschreitung der 49%-Schwelle dennoch einer Angebotspflicht unterliegen.

2. Opting-out

Letztlich bleibt somit nur die Möglichkeit einer in den Statuten der Sec vorhandenen zulässigen Opting-out-Klausel, um das Nichtbestehen einer Angebotspflicht seitens der Xisa bejahen zu können. Nachfolgend ist deshalb zu prüfen, ob die geplante Statutenbestimmung eine solche zulässige Opting-out-Klausel im Sinne des BEHG darstellt.

Gemäss Sachverhalt sind die Inhaberaktien der Sec an der SIX Swiss Exchange kotiert, weshalb die Einführung einer Opting-out-Klausel nach Art. 22 Abs. 2 BEHG – welche die Aufnahme einer solchen

in den Statuten einer Gesellschaft lediglich vor der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere vorsieht – von vornherein ausser Betracht fällt. Damit kommt einzig die Möglichkeit einer nachträglichen Aufnahme einer entsprechenden Klausel gemäss Art. 22 Abs. 3 BEHG in Frage. Zu untersuchen ist folglich, ob die von der Xisa vorgeschlagene Statutenbestimmung den Anforderungen von Art. 22 Abs. 3 BEHG genügt und damit als zulässige Opting-out-Klausel im Sinne des BEHG qualifiziert werden kann.

Die Statutenbestimmung entspricht den Anforderungen von Art. 22 Abs. 3 i.V.m. Abs. 2 BEHG insofern, als sie auf den gänzlichen Ausschluss der Verpflichtung abzielt, ein öffentliches Kaufangebot zu stellen. Atypische Elemente der Bestimmung sind jedoch, dass diese einerseits zeitlich befristet ist und zudem individuell auf eine spezifische Gesellschaft zugeschnitten ist und damit die Wegbedingung der Angebotspflicht nur für die Xisa während eines im Voraus festgelegten Zeitraums gilt, während für alle übrigen Erwerber von Beteiligungspapieren der Sec eine Angebotspflicht nach wie vor bestehen bleibt.

Aufgrund der erwähnten Charakteristika der besagten Bestimmung ist diese als eine selektive und zeitlich befristete Opting-out-Klausel zu qualifizieren und es stellt sich deshalb die Frage nach der Zulässigkeit eines solchen Konstrukts. Für die Zulässigkeit einer solchen Klausel spricht der Umstand, dass ein selektives und befristetes Opting-out ein milderer Eingriff ist als ein generelles Opting-out, weshalb nach dem Grundsatz a maiore ad minus ersteres zulässig sein muss. So zumindest beurteilte die UEK eine derartige Fallkonstellation.⁷¹ Die EBK zog den besagten Fall jedoch an sich und entschied gegenteilig.⁷² Ihrer Argumentationsweise

⁶⁶ Vgl. hierzu Ausführungen unter B.II.

⁶⁷ Vgl. hierzu Ausführungen unter B.III.

⁶⁸ Vgl. hierzu EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 3.b.cc.

⁶⁹ Vgl. zur Definition des Opting-out Ausführungen unter B.I.

⁷⁰ Vgl. zur Definition des Opting-up Ausführungen unter A.I.1.

⁷¹ Vgl. UEK, Empfehlung Esec Holding AG vom 6.6.2000, E. 2.1.

⁷² Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000.

liegt der Gedanke zugrunde, dass der Gesetzgeber mit der Einführung der Opting-up-Möglichkeit in Art. 32 Abs. 1 S. 2 BEHG eine partielle Opting-out-Möglichkeit im Gesetz verankert hat und damit auf weitere partielle Opting-out-Möglichkeiten bewusst verzichtet hat, womit die Zulässigkeit anderer Ausgestaltungen von Opting-out-Klauseln ausgeschlossen ist.⁷³ Würde der Grundsatz a maiore ad minus Anwendung finden, wäre die gesetzlich verankerte Opting-up-Möglichkeit gemäss Art. 32 Abs. 1 S. 2 BEHG obsolet, da diese «a maiore minus» bereits in der Möglichkeit zum generellen Opting-out (gemäss Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG) mitenthalten wäre.⁷⁴ Damit besteht ein gesetzlicher Numerus clausus. Zwischenformen haben keine gesetzliche Grundlage.

Diese Argumentationsstruktur aufgreifend, hielt die UEK fest, dass nicht nur ein formell selektives Opting-out – bei welchem der Name des Begünstigten des Opting-out in den Statuten explizit genannt wird –, sondern auch ein allgemeines Opting-out unzulässig ist, wenn es materiell auf ein selektives Opting-out hinausläuft.⁷⁵ Gemäss UEK ist vermungsweise von einer materiellen Opting-out-Klausel auszugehen, wenn die Schwelle zur Angebotspflicht innert fünf Jahren nach Einführung des Opting-out überschritten wird.⁷⁶

Nach dem Gesagten stellt die von der Xisa geplante Klausel ein formell selektives Opting-out dar, verkennt damit die dem BEHG zugrundeliegende Konzeption und ist folglich unzulässig.

In einem von der UEK beurteilten Fall neueren Datums stellte diese indes fest, dass ein formell oder materiell selektives Opting-out gleichwohl zulässig sei, wenn es keine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirke.⁷⁷ Diese Ansicht steht jedoch im Widerspruch zur Konzeption des BEHG und verletzt den diesem Gesetz zugrundeliegenden, diesbezüglichen Numerus clausus und ist daher abzulehnen.

Geht man hingegen – wie die UEK – von der grundsätzlichen Zulässigkeit einer selektiven und befristeten Opting-out-Klausel aus, ist diese auf ihre Vereinbarkeit mit Art. 706 OR zu prüfen (vgl. Art. 22 Abs. 3 BEHG). Die Überprüfung stellt zwar eine gesellschaftsrechtliche Frage dar, doch hängt sie mit der Beurteilung der Frage nach dem Nichtbestehen einer Angebotspflicht zusammen, weshalb die UEK vorfrageweise – d.h. soweit für die Beantwortung der übernahmerechtlichen Fragestellungen relevant – auch die besagte Klausel beurteilen kann.⁷⁸

Die geplante Statutenänderung, d.h. die Einführung der selektiven und befristeten Opting-out-Klausel, muss mittels Generalversammlungsbeschluss erfolgen und ist nur dann zulässig, wenn der Beschluss der Generalversammlung gemäss Art. 706 Abs. 1 OR nicht gegen das Gesetz oder die Statuten verstösst. Ansonsten ist der Beschluss vom Verwaltungsrat und jedem Aktionär anfechtbar. Die Prüfung der besagten Klausel auf deren Vereinbarkeit mit Art. 706 OR betrifft nur dessen materielle Schranken, da aufgrund formeller Mängel – wie beispielsweise die nicht fristgerechte Einberufung der Generalversammlung – Generalversammlungsbeschlüsse immer angefochten werden können.⁷⁹ Im Vordergrund steht damit die Prüfung der geplanten Klausel im Hinblick darauf, ob diese in unsachlicher Weise Aktionären Rechte entzieht oder beschränkt (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR) oder eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirkt (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR).⁸⁰

Als Argument für die gewährleistete Sicherstellung der geforderten Gleichbehandlung gemäss Art. 706 OR könnte der Umstand herangezogen werden, dass die Minderheitsaktionäre gesondert in einer Abstimmung über die Einführung der Klausel und der Einheitsnamenaktie entscheiden.⁸¹ Weiter kann angeführt werden, dass die konkrete Ausge-

⁷³ Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 3.b.bb.

⁷⁴ Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 3.b.dd.

⁷⁵ Vgl. UEK, Empfehlung Adval Tech Holding AG vom 3.6.2004, E. 3.3; Tschäni/Iffland/Diem (Fn. 4), N 72.

⁷⁶ Vgl. UEK, Empfehlung Adval Tech Holding AG vom 3.6.2004, E. 3.4. Tschäni/Iffland/Diem (Fn. 4), N 72.

⁷⁷ Vgl. UEK, Verfügung COS Computer Systems AG vom 4.6.2010, E. 2.1.

⁷⁸ Tschäni/Iffland/Diem (Fn. 4), N 226 f.; vgl. UEK, Empfehlung Esec Holding AG vom 6.6.2000, E. 2.2.

⁷⁹ BSK BEHG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 22 BEHG N 24.

⁸⁰ BSK BEHG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 22 BEHG N 24.

⁸¹ Vgl. UEK, Empfehlung Esec Holding AG vom 6.6.2000, E. 2.2; EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 4.a.

staltung der besagten Klausel zwar eine Benachteiligung der übrigen Aktionäre darstellt, die Einführung einer Einheitsnamenaktie hingegen einen Vorteil, weshalb gesamthaft gesehen keine Benachteiligung besteht.⁸²

Was die geplante Sonderabstimmung betrifft, so fehlt im Aktienrecht eine gesetzliche Grundlage um eine derartige Abstimmung durchzuführen. Damit ist dieses Vorgehen nicht aktienrechtskonform.⁸³ Des Weiteren zielt die geplante Klausel darauf ab, eine einzelne Aktionärin, die Xisa, zu privilegieren. Die Klausel bewirkt damit eine Ungleichbehandlung der Aktionäre.⁸⁴ Eine solche ist gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR unzulässig, ausser sie ist durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigt. I.c. legitimiert der Gesellschaftszweck die Einführung der selektiven und befristeten Opting-out-Klausel zugunsten der Xisa nicht – zumindest bietet der Sachverhalt keine diesbezüglichen Anhaltspunkte.⁸⁵ Damit stellt die Einführung der Klausel eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung der Aktionäre dar und ist gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR unzulässig. Nicht zu bestreiten ist, dass die Einführung einer Einheitsnamenaktie (mit geringerem Nennwert) einen Vorteil für die Minderheitsaktionäre darstellt. Die beiden Vorlagen – Einführung der Klausel und der Einheitsnamenaktie – sind jedoch aneinandergekoppelt, da gemäss Sachverhalt über die beiden Materien in einer Abstimmung befunden werden soll. Damit geht für die Minderheitsaktionäre der Sec die Möglichkeit verloren, zu den beiden Einzelfragen gesondert Stellung nehmen zu können.⁸⁶ So können sie der Einführung der für sie vorteilhafteren Einheitsnamenaktie nicht zustimmen, ohne gleichzeitig die für sie nachteilige Vorlage hinsichtlich der Einführung einer selektiven und befristeten Opting-out-Klausel annehmen zu müssen. Die Minderheitsaktionäre sind damit gezwungen, eine Abwägung zwischen Vor- und Nachteilen zu treffen.⁸⁷ Aufgrund dieses Vorgehens werden die Rechte der Aktionäre in unsachlicher Weise eingeschränkt, was einen Verstoss gegen Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR darstellt.⁸⁸

Demnach ist die geplante Opting-out-Klausel auch dann als unzulässig zu qualifizieren, wenn man von der grundsätzlichen Zulässigkeit einer selektiven Opting-out-Klausel ausgeht, da i.c. die geplante Klausel gegen Art. 706 OR und damit auch gegen Art. 22 Abs. 3 BEHG verstösst.

V. Fazit

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Xisa erst nach erfolgter Ausübung der von ihr erworbenen Option angebotspflichtig wird und nicht schon beim Erwerb derselben. Ein selektives Opting-out ist unzulässig, weil es dem im BEHG diesbezüglich herrschenden Numerus clausus zuwiderläuft. Selbst wenn davon ausgegangen wird, dass Klauseln mit selektivem Opting-out grundsätzlich zulässig wären, sofern sie keine Benachteiligung der Aktionäre gemäss Art. 706 OR bewirkten, würde die besagte Klausel unzulässig bleiben, weil sie der erforderlichen Prüfung nicht standzuhalten vermag und eine Benachteiligung im Sinne von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR bewirkt. Ausserdem entbehrt die Durchführung der beabsichtigten Sonderabstimmung einer gesetzlichen Grundlage im Aktienrecht.

Die UEK wird demnach feststellen, dass die Einführung der geplanten Klausel unzulässig ist und die Xisa nach erfolgter Ausübung ihrer Option ein Pflichtangebot gemäss Art. 32 Abs. 1 S. 1 BEHG unterbreiten muss.

D. Frage IV: Was kann die Xisa unternehmen, falls sie mit dem Entscheid der UEK nicht einverstanden ist?

I. Verfahren vor der UEK

Vor dem 1.1.2009 hatte die UEK keine Verfügungskompetenz, sondern konnte lediglich Empfehlun-

⁸² Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 3.d.cc und E. 3.e.

⁸³ Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 4.d. i.V.m. E. 4.d.bb.

⁸⁴ Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 4.d.cc i.V.m. E. 3.d.ee.

⁸⁵ Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 4.c.aa.

⁸⁶ Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 4.d.

⁸⁷ Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 3.e.

⁸⁸ Vgl. EBK, Verfügung Esec Holding AG/Unaxis Holding AG vom 23.6.2000, E. 4.c.bb.

gen erlassen (vgl. alt-Art. 23 Abs. 3 S. 3 BEHG).⁸⁹ Wurde eine Empfehlung der UEK von den Parteien abgelehnt oder missachtet, überwies die UEK die Sache an die Eidgenössische Bankenkommission, welche daraufhin ein Verwaltungsverfahren eröffnete (vgl. alt-Art. 23 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 5 Abs. 3 UEV-UEK⁹⁰).⁹¹

Mit der Einführung der FINMA respektive mit dem am 1.1.2009 in Kraft getretenen Finanzmarktaufsichtsgesetz und der damit erfolgten Revision der Übernahmeverordnung, entscheidet die UEK neu mittels Verfügung (vgl. Art. 23 Abs. 3 und Art. 33a Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 und 2 UEV).⁹²

⁸⁹ SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 229; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 229.

⁹⁰ Verordnung der Übernahmekommission vom 21.7.1997 über öffentliche Kaufangebote, SR 954.195.1 (in Kraft bis 31.12.2008, nachfolgend zit.: UEV-UEK).

⁹¹ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33c BEHG N 1.

⁹² NOBEL (Fn. 3), § 10 N 480; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 228 f.; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 230.

⁹³ Bundesgesetz vom 20.12.1968 über das Verwaltungsverfahren, SR 172.021.

⁹⁴ SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 229; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 230.

⁹⁵ SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 229; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 230 ff.

⁹⁶ Art. 33b Abs. 2 und Abs. 3 BEHG gehen Art. 6 VwVG vor, BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33b BEHG N 2; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 231; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 231.

⁹⁷ Gemäss Wortlaut von Art. 33b Abs. 2 lit. a BEHG hat der Anbieter Parteistellung. Genau genommen ist die Xisa jedoch nicht Anbieterin, da sie bei der UEK ein Gesuch einreicht, in welchem sie de facto um die Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht ersucht. Nichtsdestotrotz muss der Xisa in diesem Verfahren Parteistellung zukommen und ist Art. 33b Abs. 2 lit. a BEHG als rechtliche Grundlage dafür heranzuziehen.

⁹⁸ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33a BEHG N 2; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 225.

⁹⁹ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33a BEHG N 2; NOBEL (Fn. 3), § 10 N 479; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 225.

¹⁰⁰ TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 226 f.; vgl. UEK, Empfehlung Esec Holding AG vom 6.6.2000, E. 2.2; vgl. hierzu bereits Ausführungen unter C.IV.2.

¹⁰¹ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33c BEHG N 1; SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 237; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 259 ff.

Auf das Verfahren vor der UEK ist gemäss Art. 33b Abs. 1 BEHG das VwVG⁹³ anwendbar.⁹⁴ Allerdings enthalten das BEHG und die UEV gewisse besondere Verfahrensvorschriften, welche dem VwVG als *lex specialis/lex posterior* vorgehen.⁹⁵ So ist beispielsweise der Parteibegriff im BEHG für das Verfahren vor der UEK und der FINMA enger gefasst als derjenige des VwVG.⁹⁶ Der Xisa, welche bei der UEK ein Gesuch um Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht einreicht, kommt in diesem Verfahren aufgrund von Art. 33b Abs. 2 lit. a und Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 56 UEV Parteistellung⁹⁷ zu.

Der UEK steht die Kompetenz zu, sich über jede Frage auszusprechen, welche sich aus der Anwendung der Übernahmeregeln ergibt (vgl. Art. 23 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 UEV).⁹⁸ Einerseits ist die UEK damit für die Beurteilung der Rechtmässigkeit von öffentlichen Angeboten zuständig (vgl. Art. 23. Abs. 3 i.V.m. Art. 33a Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 UEV), andererseits entscheidet die UEK auch darüber, ob in vorliegenden Fällen überhaupt eine Angebotspflicht besteht oder ob eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt werden kann (vgl. Art. 32 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 39 BEHG-FINMA i.V.m. Art. 61 Abs. 1 UEV).⁹⁹ Damit steht ihr auch die im konkret zu beurteilenden Fall erforderliche Kompetenz zu, über das von der Xisa gestellte Gesuch betreffend Beurteilung der Zulässigkeit der geplanten Opting-out-Klausel und der damit zusammenhängenden Frage des Nichtbestehens einer Angebotspflicht seitens der Xisa zu entscheiden. Zwar stellt die Beurteilung der Zulässigkeit der geplanten Klausel eine gesellschaftsrechtliche Frage dar, doch steht diese im Zusammenhang mit der Beurteilung der Frage des Nichtbestehens einer Angebotspflicht, weshalb die UEK vorfrageweise auch die besagte Klausel beurteilen kann.¹⁰⁰

II. Beschwerde an FINMA

Die von der UEK ergangene Verfügung kann innert fünf Börsentagen seit deren Eröffnung bei der FINMA angefochten werden (Art. 33c Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 68 UEV).¹⁰¹ Die Xisa ist zur Beschwerde legitimiert, da ihr in diesem Verfahren Parteistellung zukommt (vgl. Art. 33b Abs. 2 lit. a und Abs. 3 i.V.m. Art. 33c Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 56

UEV). Die Beschwerde hat schriftlich zu erfolgen und ist zu begründen (Art. 33c Abs. 2 BEHG).¹⁰²

III. Beschwerde ans Bundesverwaltungsgericht

Die FINMA entscheidet durch Verfügung,¹⁰³ welche innerhalb von 10 Tagen seit deren Eröffnung mittels Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht angefochten werden kann (Art. 33d Abs. 1 und 2 BEHG).¹⁰⁴ Der Xisa kommt aufgrund von Art. 6 VwVG (Art. 33d Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 37 VGG¹⁰⁵ i.V.m. Art. 2 Abs. 4 VwVG) Parteistellung zu. Damit ist sie zur Beschwerde vor dem Bundesverwaltungsgericht legitimiert. Im Gegensatz zu der Frist im Verfahren vor der FINMA berechnet sich die Frist in diesem Verfahren nicht nach Börsentagen (vgl. Art. 33c Abs. 1 BEHG), sondern nach Kalendertagen und steht die Frist zudem während der Gerichtsferien still (vgl. Art. 22a Abs. 1 VwVG).¹⁰⁶

IV. Keine Beschwerde ans Bundesgericht

Das Bundesverwaltungsgericht entscheidet letztinstanzlich. Gemäss Art. 83 lit. u BGG ist die Be-

schwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten ans Bundesgericht (Art. 82 ff. BGG) gegen Entscheide auf dem Gebiet der öffentlichen Kaufangebote (Art. 22 ff. BGG) unzulässig.¹⁰⁷ Auch die subsidiäre Verfassungsbeschwerde (Art. 113 ff. BGG) steht der Xisa nicht offen, da dieses Rechtsmittel gemäss Art. 113 BGG lediglich gegen Entscheide letzter kantonomer Instanzen zulässig ist, die FINMA jedoch eine Bundesbehörde ist.

102 TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 261.

103 BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33d BEHG N 1.

104 SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 237; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 266 f.

105 Bundesgesetz vom 17.6.2005 über das Bundesverwaltungsgericht, SR 173.32.

106 BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33d BEHG N 4; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 267.

107 SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (Fn. 4), 238; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (Fn. 4), N 271.
